

Diretoria Colegiada  
Departamento Econômico – DEPEC

# Programação Monetária

2009

Março – 2009

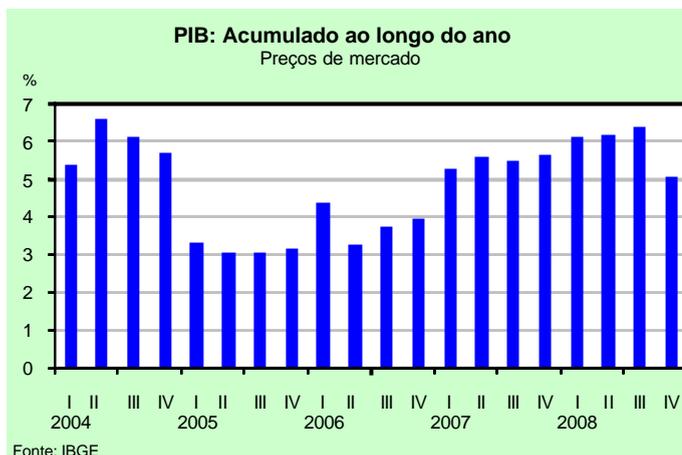


**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

# Programação Monetária para o segundo trimestre e para o ano de 2009

## A. A economia brasileira no primeiro trimestre de 2009

1. O PIB, embora apresentasse redução, na margem, no último trimestre de 2008, registrou crescimento acumulado de 5,1% no ano. O desempenho do PIB em 2008 refletiu, sob a ótica da produção, a ocorrência de resultados positivos em todos os componentes do produto, enquanto sob a ótica da demanda, repetindo o padrão iniciado em 2006, o dinamismo da demanda interna contrapôs-se à contribuição negativa exercida pelo setor



externo. A contribuição anual de 6,8 p.p. da demanda interna para o aumento do PIB esteve associada, em especial, ao crescimento de 13,8% registrado pela FBCF – maior taxa desde 1995, seguindo-se os desempenhos do consumo do governo, 5,6%, e das famílias, 5,4%. No âmbito do setor externo, as exportações decresceram 0,6% no ano e as importações, 18,5%, determinando contribuição negativa de 2,3 p.p. para a variação do PIB no período. Considerada a ótica da produção, registraram-se aumentos anuais de 5,8% na agropecuária, de 4,8% nos serviços e de 4,3% na indústria. O PIB recuou 3,6% no trimestre encerrado em dezembro, em relação ao finalizado em setembro, de acordo com dados dessazonalizados das Contas Nacionais Trimestrais, do IBGE. Esse movimento, representando a interrupção de um ciclo de 12 resultados positivos em seqüência, neste tipo de comparação, esteve associado, em especial, aos desdobramentos da deterioração das expectativas e das condições de crédito sobre o desempenho da indústria, que realizou forte redução de estoques, e dos investimentos. O exame da evolução do PIB na margem, sob a ótica da produção, revela redução de 7,4% na produção da indústria, seguindo-se os recuos assinalados nos setores agropecuário, 0,5%, e serviços, 0,4%. Em relação aos componentes da demanda, ressaltou-se o recuo trimestral de 9,8% na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF). Adicionalmente, o consumo do governo aumentou 0,5% na margem, enquanto as importações, as exportações e o consumo das famílias recuaram, na ordem, 8,2%, 2,9% e 2%.

2. A produção do setor industrial, apresentou redução de 14,8% no trimestre encerrado em janeiro, em relação ao finalizado em outubro, quando crescera 0,9%, na mesma base de comparação, considerados dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal (PIM-PF) do IBGE. Registraram-se, no trimestre, reduções de 13,5% na indústria de transformação e de 17,1% na extrativa. O desempenho



da indústria de transformação traduziu a ocorrência de recuos em 21 das 26 atividades incluídas na pesquisa do IBGE, com ênfase nos assinalados nos setores veículos automotores, 38%; material eletrônico, aparelhos e equipamentos de comunicação, 36,2%; máquinas e equipamentos, 23,9%; metalurgia básica, 23,6%; e borracha e plástico, 21,9%. Em sentido inverso, a produção de outros equipamentos de transporte, influenciada pela construção e montagem de aeronaves, aumentou 18,4% no trimestre. Segmentada por categorias de uso, a produção industrial registrou redução generalizada no trimestre encerrado em janeiro, em relação ao finalizado em outubro, ressaltando-se as retrações observadas nas categorias de bens de consumo duráveis, 33,4%; e de bens de capital, 16,1%. As produções de bens intermediários e de bens de consumo semi-duráveis registraram recuos respectivos de 13,6% e 4,7%, no período.

3. De acordo com a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o comércio ampliado, refletindo o dinamismo apresentado pelo setor nos nove primeiros meses do ano, cresceu 9,9% no ano, taxa inferior apenas à de 13,6%, registrada em 2007. A análise na margem revela recuo de 8,7% das vendas no trimestre encerrado em dezembro, em relação ao finalizado em setembro, considerados dados

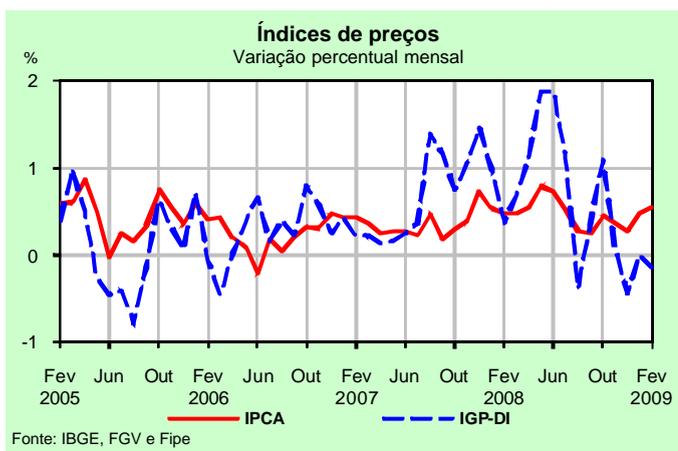


dessazonalizados. Esta retração, associada, em especial, ao desempenho negativo dos segmentos mais sensíveis às condições de crédito, interrompeu seqüência de vinte e oito resultados positivos, neste tipo de comparação. Registraram-se, no período, reduções nas vendas em seis dos dez segmentos considerados, com ênfase nas relativas a automóveis, motocicletas, partes e peças, 20,2%; e material de construção, 7%, contrabalançadas, em parte, pelos aumentos nas referentes a equipamentos e material

para escritório, 3,1%; e livros, jornais, revistas e papelaria, 2,9%. Resultados mais recentes refletindo, em especial, os incentivos às vendas de automóveis e a continuidade dos ganhos da massa salarial, sugerem recuperação das vendas do comércio ampliado. Nesse sentido, as vendas acumuladas no trimestre encerrado em janeiro recuaram 5,5% em relação ao finalizado em outubro, redução 3,2 p.p. inferior à assinalada, na mesma base de comparação, em dezembro. Esta evolução torna-se mais relevante se evidenciado que as vendas de janeiro registraram elevação mensal de 4,4%, com ênfase na expansão de 11,1% observada no segmento veículos, motos, partes e peças.

4. A variação acumulada do Índice Geral de Preços – Disponibilidade

Interna (IGP-DI) da FGV atingiu -0,55% no trimestre encerrado em fevereiro, ante 1,53% naquele finalizado em novembro. O Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI), com peso de 60% no IGP-DI, apresentou variações respectivas de -1,51% e 1,63% nos períodos considerados, ressaltando-se a desaceleração, de 2,63% para -



2,16%, registrada na variação dos preços dos produtos industriais. As variações do Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br) e do Índice Nacional da Construção Civil (INCC), com pesos respectivos de 30% e 10% no IGP-DI, situaram-se, na ordem, em 1,57% e 0,77%, no trimestre encerrado em fevereiro, ante 0,94% e 2,24%, no trimestre finalizado em novembro de 2008. O IGP-DI cresceu 9,10% em 2008, ante 7,89% no ano anterior, registrando-se aceleração na variação anual de seus três componentes. O IPA-DI variou 9,80%, ante 9,44% em 2007, enquanto o IPC-Br e o INCC elevaram-se 6,07% e 11,87%, respectivamente, ante 4,60% e 6,15%, no ano anterior. O IPCA, divulgado pelo IBGE, aumentou 5,90% em 2008, ante 4,46% no ano anterior, registrando-se elevações de 3,27% nos preços dos bens e serviços monitorados e de 7,05% nos preços livres, ante 1,65% e 5,73%, respectivamente, no ano anterior. A variação do IPCA atingiu 1,32% no trimestre encerrado em fevereiro de 2009, ante 1,07% naquele finalizado em novembro, resultado de acelerações de 0,59%, para 1,32%, nos preços monitorados, e de 1,28% para 1,31%, nos preços livres.

5. A taxa média de desemprego, medida pela Pesquisa Mensal de Emprego

(PME), do IBGE, atingiu 7,5% no trimestre encerrado em janeiro, menor patamar para o período desde o início da pesquisa, ante 7,6% no trimestre encerrado em outubro e 7,9% em igual período de 2008. Na margem, entretanto, o indicador passou a evidenciar o impacto da redução do nível da atividade, situando-se em 8,2% em janeiro, ante 8% em igual período de 2008, reflexo de



expansões de 1,9% no nível de ocupação e de 2,1% na PEA, o que representou crescimento de 4,6% no número de desempregados. A segmentação da taxa de desemprego segundo as categorias de ocupação revela que o movimento de desaceleração registrado no início do ano traduziu evolução semelhante nos segmentos considerados. Nesse sentido, após apresentarem variações anuais respectivas de 7,4% e -0,4% em 2008, o emprego formal e o emprego sem carteira registraram, na ordem, variações de 4,5% e -3,2% em janeiro, comparativamente a igual período de 2008. Nesse cenário, a taxa de formalização do emprego, definida como a razão entre o número de empregados com carteira assinada no setor privado e o número total de ocupados, atingiu 44,9% em janeiro, maior percentual da série iniciada em março de 2002.

6. O superávit primário do setor público não financeiro atingiu R\$118

bilhões em 2008, representando 4,06% do PIB. O acréscimo anual de 0,15 p.p. do PIB refletiu elevações nos superávits do Governo Central, 0,17 p.p., e das empresas estatais, 0,09 p.p., contrastando com o recuo de 0,1 p.p. assinalado no âmbito dos governos regionais. As receitas do Governo Central, evidenciando o desempenho favorável do Tesouro e da Previdência Social,



elevaram-se 0,82 p.p. do PIB em 2008, alcançando R\$716,6 bilhões, enquanto as despesas totalizaram R\$497,9 bilhões, elevando-se 9,3% no ano e passando a representar 17,2% do PIB, ante 17,6% em 2007. As receitas do Tesouro totalizaram R\$564,7 bilhões em 2008, expansão anual de 15,5% associada, em especial, aos crescimentos registrados nos recolhimentos do Imposto de Renda das Pessoas Jurídicas (IRPJ), 21%, e da CSLL, 27,4%, enquanto as despesas atingiram R\$295,9 bilhões. As receitas da Previdência

Social aumentaram 16,3% em 2008, para R\$163,4 bilhões, passando a representar 5,63% do PIB, ante 5,41% no ano anterior, evolução compatível com os crescimentos do mercado formal de trabalho e da massa salarial. O pagamento de benefícios previdenciários elevou-se 7,7% no período, totalizando R\$199,6 bilhões, 6,88% do PIB, ante 7,14% do PIB em 2007. Nesse cenário, o déficit da Previdência recuou de 1,73% do PIB, em 2007, para 1,25% do PIB, em 2008, segundo recuo anual consecutivo. O superávit primário dos governos regionais atingiu R\$30,6 bilhões em 2008, refletindo o impacto da aceleração registrada nas despesas. As empresas estatais, traduzindo melhorias nas esferas federal e estadual, apresentaram superávit primário de R\$16,2 bilhões em 2008, resultado 0,09 p.p. do PIB superior ao observado no ano anterior. O superávit primário do setor público totalizou R\$5,2 bilhões em janeiro, ante R\$18,7 bilhões em igual período do ano anterior, resultado de reduções generalizadas em todas as esferas do setor público. O superávit acumulado em doze meses atingiu 3,58% do PIB em janeiro, apresentando recuos respectivos de 0,48 p.p. e de 0,50 p.p. do PIB em relação aos resultados alcançados em dezembro e em janeiro de 2008.

7. Os juros nominais apropriados por competência somaram R\$162,3 bilhões em 2008. A redução anual de 0,55 p.p. do PIB foi influenciada tanto pelo resultado das operações de *swap* cambial realizadas pelo Banco Central, favorável à Instituição em R\$4,8 bilhões, ante resultado negativo de R\$8,8 bilhões em 2007, quanto pelo efeito, sobre os ativos internos atrelados ao câmbio, da depreciação cambial de 32% observada no ano. O déficit



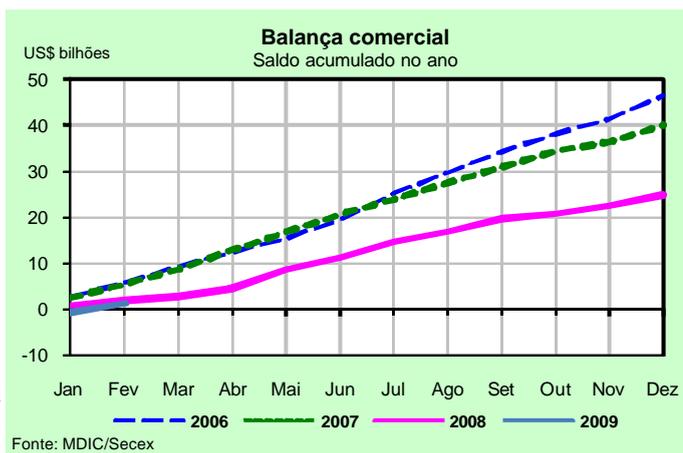
nominal do setor público não financeiro atingiu R\$44,3 bilhões em 2008, 1,53% do PIB, menor déficit anual, como proporção do produto, desde o início da série, em 1991. Esse resultado foi financiado por expansões de R\$171 bilhões na dívida mobiliária e de R\$4,3 bilhões nas outras fontes de financiamento interno, contrabalançadas, em parte, por reduções na dívida bancária líquida, R\$82,3 bilhões, e nas fontes de financiamento externo, R\$48,8 bilhões. Os juros nominais apropriados somaram R\$14,4 bilhões em janeiro, ante R\$13,1 bilhões em igual período de 2008, aumento associado, em especial, à evolução da taxa Selic. O déficit nominal do setor público totalizou R\$9,2 bilhões em janeiro, contrastando com o superávit nominal de R\$5,5 bilhões assinalado em igual mês de 2008, acumulando 2,02% do PIB em doze meses.

8. A dívida líquida do setor público (DLSP) totalizou R\$1.069,6 bilhões ao final de 2008, representando 35,8% do PIB, ante 42% do PIB, em dezembro de 2007, se constituindo na quinta redução em seqüência e no menor percentual desde fevereiro de 1998. A redução anual da relação entre a DLSP e o PIB em 2008 refletiu as contribuições do superávit primário apurado no período, 4 p.p. do PIB; do efeito do crescimento do PIB valorizado,



3,5 p.p. do PIB; da depreciação cambial de 32% ocorrida no ano, 3,3 p.p. do PIB; e do ajuste de paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida, 0,9 p.p. do PIB. A incorporação de juros nominais atuou em sentido inverso, contribuindo para elevar a relação em 5,4 p.p. do PIB. A evolução da composição da DLSP ao longo de 2008 refletiu, em especial, o crescimento da emissão de títulos indexados à taxa Selic e o efeito da depreciação cambial sobre a parcela credora vinculada ao câmbio. A representatividade da dívida líquida indexada à taxa Selic passou de 48,7%, ao final de 2007, para 63,4%, ao final de 2008, mantendo-se em trajetória crescente em janeiro de 2009, quando atingiu 70,5%. A parcela credora indexada ao câmbio, após crescer 18,9 p.p., para 41,2%, em 2008, recuou para 38,5%, em janeiro. A DLSP apresentou aumento mensal de 0,8 p.p. do PIB, em janeiro.

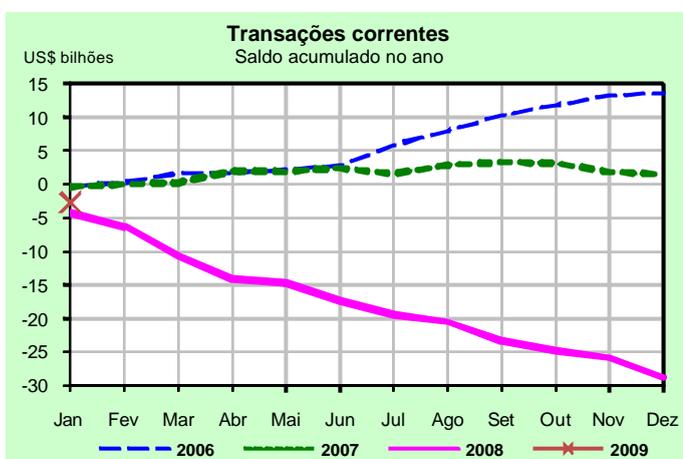
9. As exportações atingiram US\$19,3 bilhões e as importações, US\$18,1 bilhões, no primeiro bimestre de 2009, recuando, na ordem, 25,7% e 25,4%, em relação a igual período de 2008. O superávit comercial e a corrente de comércio registraram reduções respectivas de 29,8% e 25,6%, no período. A evolução das vendas externas decorreu de reduções nas médias diárias exportadas em todas as categorias de fator agregado, com ênfase nas



contrações assinaladas nos segmentos de manufaturados, 30,5%, e semimanufaturados, 29,9%. Os embarques de produtos básicos reduziram-se 4,8%, no período, proporcionando que sua participação no total exportado aumentasse 6,5 p.p., para 36,4%, enquanto a relativa aos bens manufaturados decresceu de 52% para 46,2% e a referente a semimanufaturados manteve-se estável, em 15,3%. O desempenho das importações

traduziu a ocorrência de reduções generalizadas nas aquisições em todas as categorias de uso, excetuando-se a relativa a bens de consumo não-duráveis, que registrou expansão de 1%, no período. As importações de combustíveis e lubrificantes decresceram 32,8%, no bimestre, enquanto as relativas a bens de capital e a bens de consumo duráveis recuaram, na ordem, 10,7% e 7,4%. De acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), o recuo de 26,3% registrado pelas exportações em janeiro, ante igual período de 2008 traduziu decréscimos de 24,2% nas quantidades exportadas e de 3,1% nos preços, enquanto a redução de 16,6% observada no valor das importações refletiu contração de 21,4% no *quantum* importado, compensada, em parte, por aumento médio de 5,9% nos preços.

10. O déficit em transações correntes atingiu US\$27 bilhões no período de doze meses encerrado em janeiro, revertendo a trajetória de deterioração observada desde meados de 2007, com ponto máximo de US\$28,3 bilhões em dezembro de 2008. As despesas líquidas da conta de rendas totalizaram US\$38,3 bilhões e as remessas líquidas na conta de serviços, US\$16,2 bilhões, representando reduções



respectivas de US\$2,3 bilhões e US\$467 milhões em relação aos déficits observados no período de doze meses finalizado em dezembro. O superávit comercial atingiu US\$23,3 bilhões e as transferências unilaterais, US\$4,2 bilhões. As transações correntes registraram déficit de US\$2,8 bilhões em janeiro, ante US\$4 bilhões em igual mês de 2008. As despesas líquidas da conta de rendas atingiram US\$2 bilhões e as remessas líquidas na conta de serviços, US\$553 milhões, representando reduções respectivas de 53,3% e 45,8%, no período. O saldo comercial foi deficitário em US\$554 milhões, primeiro resultado mensal negativo desde março de 2001. As transferências unilaterais registraram receitas líquidas de US\$312 milhões, 3,7% inferiores às assinaladas em janeiro de 2008.

11. As contas capital e financeira assinalaram resultado positivo de US\$465 milhões em janeiro, registrando superávit acumulado em doze meses de US\$24,4 bilhões. O desempenho da conta financeira segue traduzindo os significativos ingressos líquidos de IED, que atingiram volume recorde em 2008, contrastando com as saídas recentes de capitais externos relacionadas a investimentos em *portfólio*, especialmente em ações; empréstimos de curto prazo; e com a redução, a partir do último trimestre de 2008, na taxa de rolagem da dívida externa de médio e longo prazos.



12. As reservas internacionais, considerado o conceito de liquidez, que inclui linhas com recompra e operações de empréstimo em moeda estrangeira, reduziram-se US\$7,4 bilhões no primeiro bimestre de 2009, totalizando US\$199,4 bilhões. Ocorreram, no período, vendas líquidas de US\$2,9 bilhões pelo Banco Central no mercado de câmbio; recompras de linhas de US\$2,7 bilhões; e saídas de US\$2,2 bilhões relativas a operações de empréstimo em moeda estrangeira. A remuneração das reservas acumulou US\$950 milhões. As demais operações reduziram o estoque em US\$4,9 bilhões. O estoque das operações de venda de moeda estrangeira com compromisso de recompra totalizou US\$5,7 bilhões, e o relativo a operações de empréstimo em moeda estrangeira, US\$6,8 bilhões. Ao final de fevereiro, as reservas internacionais, no conceito caixa, atingiram US\$186,9 bilhões, recuando US\$6,9 bilhões em relação a dezembro de 2008.



## B. Política monetária no quarto trimestre de 2008

13. Os saldos da base monetária restrita, base monetária ampliada e dos meios de pagamentos, nos conceitos M1 e M4, mantiveram-se nos intervalos estabelecidos pela Programação Monetária para o quarto trimestre de 2008.

14. A base monetária restrita, considerada a média dos saldos diários, atingiu R\$145,7 bilhões em dezembro, com alta de 11,6% no mês e de 1,5% em doze meses. O papel-moeda emitido somou R\$112,1 bilhões, resultando em elevação de 11,5% no mês e de 13,7% em relação a dezembro do ano anterior. As reservas bancárias alcançaram R\$33,6 bilhões, expandindo 11,8% no mês e reduzindo 25,4% em doze meses.

15. O saldo da base monetária ampliada, que compreende a base restrita, os depósitos compulsórios e os títulos públicos federais fora da carteira do Banco Central, cresceu 9,4% nos doze meses encerrados em dezembro, totalizando R\$1,77 trilhão, no conceito de saldos em final de período. Esse resultado refletiu aumentos de 0,6% na base restrita e de 14,2% no saldo de títulos públicos federais, e redução de 43,2% nos depósitos compulsórios em espécie.

**Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no quarto trimestre de 2008<sup>1/</sup>**

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 <sup>3/</sup>	191,6-259,3	7,1	218,3	3,7
Base restrita <sup>3/</sup>	136,0-184,1	11,4	145,7	1,5
Base ampliada <sup>4/</sup>	1672,4-1963,2	12,4	1768,3	9,4
M4 <sup>4/</sup>	1867,9-2527,1	16,6	2216,3	17,6

<sup>1/</sup> Refere-se ao último mês do período.

<sup>2/</sup> Para o cálculo das variações percentuais considera-se o ponto médio das previsões.

<sup>3/</sup> Média dos saldos nos dias úteis do último mês do período.

<sup>4/</sup> Saldos em fim de período.

16. Os meios de pagamento (M1), considerada a média dos saldos diários, alcançaram R\$218,3 bilhões em dezembro, elevando-se 11,8% no mês e 3,7% em doze meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$90,6 bilhões, com aumentos de 11,6% no mês e 14,3% em doze meses, ao passo que os depósitos à vista alcançaram R\$127,7 bilhões, com acréscimo de 11,9% e redução de 2,7% nas mesmas bases de comparação.

17. O agregado monetário M4, em final de período, apresentou elevação mensal de 2,4% em dezembro, totalizando R\$2,22 trilhões. O aumento acumulado em doze meses totalizou 17,6%.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto expansionista de R\$14 bilhões no último trimestre de 2008, resultante de resgates líquidos de R\$22,4 bilhões e colocações líquidas de R\$8,4 bilhões, respectivamente, nos mercados primário e secundário.

19. Em outubro, o Copom considerou que as perspectivas em relação à evolução da atividade econômica haviam se tornado mais incertas desde a reunião realizada no mês anterior. Em particular, os efeitos da crise internacional sobre as condições financeiras internas indicavam que a contribuição do crédito para a sustentação da demanda doméstica poderia arrefecer de forma mais intensa do que seria determinada exclusivamente pelos efeitos da política monetária. Adicionalmente, foram avaliados os efeitos negativos da intensificação da crise internacional sobre a confiança dos consumidores e empresários. O Comitê assinalou, ainda, que embora acomodação dos preços de *commodities* pudesse contribuir para evitar que as pressões inflacionárias se intensificassem ainda mais, o ritmo de expansão da demanda doméstica seguia colocando riscos importantes para a dinâmica inflacionária, aos quais se somavam, particularmente no curto prazo, os riscos derivados da trajetória dos preços de ativos brasileiros, em meio a um processo de estreitamento das fontes de financiamento externo. Nesse contexto, entendendo que a consolidação de condições financeiras mais restritivas pode ampliar os efeitos da política monetária sobre a demanda e, ao longo do tempo, sobre a inflação, o Copom decidiu por unanimidade, manter a taxa Selic em 13,75% a.a., sem viés. Em dezembro, o Copom avaliou que as alterações registradas nos ambientes externo e interno desde a reunião realizada em outubro não justificavam, ainda, redução nas taxas de juros, que foi mantida, por unanimidade, em 13,75% a.a., sem viés.

### **C. Política monetária no bimestre janeiro-fevereiro de 2009**

20. A base monetária restrita, mensurada pela média dos saldos diários, situou-se em R\$135,9 bilhões em fevereiro, com redução de 4,4% em relação a janeiro e expansão de 2,5% em doze meses. Consideradas as mesmas bases de comparação, as reservas bancárias recuaram 9,5% no mês e 23,7% na base anualizada, situando-se em R\$31,5 bilhões, enquanto o saldo de papel-moeda emitido diminuiu 2,7% no mês e aumentou 14,4% em doze meses, atingindo R\$104,3 bilhões.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$1,8 trilhão em fevereiro, com aumentos de 0,5% no mês e de 8,9% em doze meses. O resultado anual refletiu redução de 44,4% nos saldos de depósitos compulsórios em espécie e elevações de 7,9% na base restrita e de 12,8% no saldo de títulos públicos federais.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, alcançaram R\$198,9 bilhões em fevereiro, com queda de 4,9% no mês e expansão de

6,2% em doze meses. O saldo do papel-moeda em poder do público atingiu R\$84,1 bilhões, apresentando redução de 3,2% no mês e crescimento de 14,6% em doze meses. Os depósitos à vista somaram R\$114,8 bilhões, com redução mensal de 6% e aumento de 0,8% em doze meses.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$2,25 trilhões em fevereiro, registrando aumentos de 1,3% no mês e de 16,9% em doze meses.

**Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o primeiro trimestre de 2009 e ocorridos no período janeiro/fevereiro<sup>1/</sup>**

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 <sup>3/</sup>	187,3-219,8	9,7	198,9	6,2
Base restrita <sup>3/</sup>	116,5-157,6	4,8	135,9	2,5
Base ampliada <sup>4/</sup>	1670,0-1960,4	8,5	1801,7	8,9
M4 <sup>4/</sup>	1946,3-2633,2	17,3	2250,1	16,9

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Para o cálculo das variações percentuais considera-se o ponto médio das previsões.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do último mês do período.

4/ Saldos em fim de período.

24. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, exerceram impacto contracionista de R\$12,8 bilhões no bimestre encerrado em fevereiro. Esse resultado decorreu da diferença entre os resgates líquidos de R\$46,1 bilhões, no mercado primário, e as colocações líquidas de R\$58,9 bilhões, no mercado secundário, de títulos do Tesouro Nacional.

25. O Copom avaliou, em janeiro, que, diante dos sinais de arrefecimento do ritmo de atividade econômica evidenciados desde a sua última reunião, e do recuo das expectativas de inflação para horizontes relevantes, reduziram-se de forma importante os riscos de não concretização de um cenário inflacionário benigno, no qual o IPCA voltasse a evoluir de forma consistente com a trajetória das metas. O Copom considerou, também, que a desaceleração da demanda reduziu as pressões, verificadas durante boa parte de 2008, sobre as condições de oferta, o que deve contribuir de forma importante para desinflacionar a economia. O Comitê entendeu, ainda, que a consolidação de condições financeiras restritivas por período mais prolongado deve exercer efeito contracionista significativo sobre a demanda e, ao longo do tempo, desempenhar pressão desinflacionaria importante. Nessas circunstâncias, a maioria dos membros do Copom, tendo em vista o balanço de riscos para a atividade econômica, e, conseqüentemente, para o cenário inflacionário prospectivo, bem como a ausência de evidências nítidas de repasse da depreciação cambial ocorrida, em ambiente de redução global das pressões inflacionárias, decidiu reduzir a taxa básica de juros em 100 p.b., para 12,75% a.a., sem viés. Em março,

o Comitê entendeu que o desaquecimento da demanda, motivado pelo aperto das condições financeiras, pela deterioração da confiança dos agentes e pela contração da atividade econômica global, havia criado importante margem de ociosidade dos fatores de produção. Foi avaliado, adicionalmente, que este desenvolvimento deveria contribuir para conter as pressões inflacionárias, mesmo diante das consequências do processo de ajuste do balanço de pagamentos e da presença de mecanismos de realimentação inflacionária na economia, abrindo espaço para flexibilização da política monetária. Nesse contexto, avaliando o cenário macroeconômico, o Copom decidiu, naquele momento, reduzir a taxa Selic para 11,25% a.a., sem viés.

Reunião do Copom	Aplicação do viés de baixa	Meta para a taxa Selic (% a.a.) <sup>1/</sup>
08.03.2006	-	16,50
19.04.2006	-	15,75
31.05.2006	-	15,25
19.07.2006	-	14,75
30.08.2006	-	14,25
18.10.2006	-	13,75
29.11.2006	-	13,25
24.01.2007	-	13,00
07.03.2007	-	12,75
18.04.2007	-	12,50
06.06.2007	-	12,00
18.07.2007	-	11,50
05.09.2007	-	11,25
17.10.2007	-	11,25
05.12.2007	-	11,25
23.01.2008	-	11,25
05.03.2008	-	11,25
16.04.2008	-	11,75
04.06.2008	-	12,25
23.07.2008	-	13,00
10.09.2008	-	13,75
29.10.2008	-	13,75
10.12.2008	-	13,75
21.01.2009	-	12,75
11.03.2009	-	11,25

1/ Vigência a partir do primeiro dia útil seguinte à reunião ou à aplicação do viés.

#### D. Perspectivas para o segundo trimestre e para o ano de 2009

26. O cenário econômico mundial nos últimos meses se caracterizou pela intensificação dos impactos do agravamento da crise financeira internacional, em meados de setembro último, sobre a demanda interna das principais economias maduras e emergentes, com desdobramentos sobre os níveis de emprego e os fluxos do comércio internacional. Nesse ambiente, as trajetórias de desaceleração ou de contração do nível da atividade registradas nas principais economias, evidenciadas na redução, na margem, do PIB da economia mundial no quarto trimestre de 2008, deverão persistir em 2009.

27. A economia brasileira, em linha com os desenvolvimentos assinalados em âmbito global, registrou redução acentuada do PIB no trimestre encerrado em dezembro, em relação ao finalizado em setembro, interrompendo um ciclo de doze observações positivas em sequência, no mesmo tipo de comparação. Esse movimento na margem, consistente com o cenário de obstrução dos canais de crédito nos mercados financeiros internacionais, esteve associado, em grande parte, à perda de dinamismo do setor industrial; à deterioração das expectativas de empresários e consumidores; à redução dos fluxos de comércio externo; e aos desdobramentos, sobre a cadeia produtiva, da adequação do nível de estoques.

28. A exemplo do observado nas principais economias maduras e emergentes, a deterioração das condições de crédito e da confiança de consumidores e empresários se traduziu em redução do dinamismo da demanda interna. Nesse sentido, as vendas de bens duráveis, de maior valor agregado e, portanto, mais sensíveis às condições de crédito, foram mais sensibilizadas, conforme evidenciado pela redução, na margem, de 20,2% nas vendas de veículos, motocicletas, partes e peças no trimestre encerrado em dezembro de 2008, enquanto, no mesmo sentido, os investimentos recuaram 9,8%, no mesmo período.

29. A redução do produto industrial se refletiu no nível de utilização da capacidade instalada da indústria, pressionado, até setembro, pelo ciclo expansionista registrado, até aquele momento, pela economia brasileira. As condições do mercado de trabalho, que reage com certa defasagem a reduções no nível da atividade, passaram a evidenciar alguma piora na taxa de desemprego, acompanhada de crescimento significativo dos rendimentos reais, evolução decorrente, em parte, da redução da inflação. Esses ganhos de rendimentos têm sustentado as vendas no comércio varejista, em especial nos segmentos de semi e não duráveis, devendo favorecer a retomada da confiança e do crescimento no médio prazo. Ressalte-se, entretanto, que embora possam ser vislumbrados alguns indicativos favoráveis em relação à evolução da economia brasileira nos próximos meses, as perspectivas quanto ao crescimento do PIB em 2009 seguem sendo revistas para baixo.

30. A expressiva contração da liquidez observada nos mercados financeiros internacionais nos últimos meses de 2008 segue condicionando a evolução do mercado de crédito interno. Nesse sentido, embora a trajetória expansionista do crédito se sustentasse em patamar elevado no trimestre encerrado em outubro de 2008, apresentava tendência de arrefecimento, associada, em especial, à desaceleração registrada nas operações com pessoas físicas. O maior dinamismo das operações de crédito no segmento de pessoas jurídicas revelava o aumento na demanda deste segmento por recursos junto ao sistema bancário, em linha com as restrições nas linhas de crédito externas e com o nível da atividade econômica interna.

31. O impacto da redução na demanda por bens de maior valor agregado – mais dependente da contratação de operações de crédito no segmento de pessoas físicas e, portanto, mais suscetíveis, às restrições experimentadas, tanto do lado da oferta quanto da demanda, por esse mercado – sobre as vendas industriais antecipou o processo de ajuste de estoques a que as empresas se submeteram ao final de 2008 e início de 2009, com desdobramentos sobre o nível da atividade interna e sobre a demanda por crédito no segmento de pessoas jurídicas.

32. Nesse cenário, embora o estoque total de crédito registrasse expansão no trimestre encerrado em janeiro, favorecido pelo crescimento dos financiamentos lastreados em recursos direcionados, que ampliaram sua contribuição para o suprimento das necessidades de capital em projetos de investimento do setor empresarial, os indicadores relacionados ao mercado de crédito passaram a registrar arrefecimento, na margem. Embora as empresas de grande porte tenham aumentado sua procura por recursos no mercado de crédito doméstico, face à retração do mercado de capitais e das fontes externas de financiamento, o crédito livre a pessoas jurídicas declinou em janeiro. Da mesma forma, a expansão das carteiras direcionadas às pessoas físicas apresenta desaceleração, com redução no ritmo de novas contratações. A contração da demanda de crédito, a despeito de fatores sazonais, reflete as incertezas associadas à evolução do nível de atividade e, em particular, do emprego e da renda. O comportamento desses indicadores determinará as condições para a recuperação do mercado de crédito nos próximos meses.

33. A evolução das contas públicas em 2008 proporcionou, mais uma vez, o cumprimento da meta de superávit primário e a manutenção da trajetória declinante da relação DLSP/PIB. A tendência declinante observada, nos últimos meses, na taxa de crescimento das receitas se constitui em movimento consistente com o arrefecimento da atividade econômica e indicativo de que as condições fiscais em 2009 deverão diferir, acentuadamente, do padrão registrado no ano anterior.

34. Nesse ambiente, o contingenciamento de despesas indicado na programação orçamentária do ano se revela compatível com o compromisso de austeridade fiscal assumido pelo governo. Ressalte-se que a Lei de Diretrizes Orçamentárias de 2009 prevê a possibilidade de que os recursos despendidos com o Projeto Piloto de Investimentos, previstos em 0,5% do PIB, possam ser descontados da meta de superávit primário do ano. Embora essa possibilidade existisse em anos anteriores e não tenha sido utilizada, representa um meio eficiente de manter a responsabilidade fiscal em cenário de maior dificuldade econômica, garantindo, ao mesmo tempo, investimentos produtivos para o país.

35. Adicionalmente, assinale-se que a atual composição do endividamento líquido do setor público mostra-se favorável diante do cenário de turbulência no mercado financeiro internacional, sobretudo em função da parcela credora vinculada ao câmbio e da continuidade do alongamento dos prazos de vencimento dos títulos federais.

36. No mesmo sentido, os resultados favoráveis registrados pelo setor externo ao longo dos últimos anos proporcionaram o reforço da posição externa do país e a introdução de importantes modificações no seu passivo externo. Ressaltem-se o fortalecimento das reservas internacionais, e sua estabilidade, passados seis meses da intensificação da crise nos mercados financeiros internacionais; e a redução da participação da dívida externa no total de passivos do país, em favor de investimentos, tanto diretos quanto em carteira, que respondem ao ciclo econômico. Dessa forma, manteve-se o processo de fortalecimento do balanço de pagamentos e, conseqüentemente, a resistência do setor externo à crise financeira global.

37. As perspectivas para a evolução da economia mundial seguem indefinidas, com as incertezas do ambiente internacional podendo impactar os cenários projetados para preços internacionais das *commodities*, fluxos de capitais e taxas de crescimento das exportações e do produto mundiais. As expectativas sobre a economia dos EUA e demais países industrializados foram revistas para baixo depois da divulgação das estatísticas revisadas para o quarto trimestre. Os indicadores mais recentes mostram gastos do consumidor em contração expressiva, empresas reduzindo estoques e exportações em declínio abrupto, com os conseqüentes impactos na produção e no emprego.

38. Nesse ambiente, as expectativas para 2009 consideram a manutenção das condições de financiamento do balanço de pagamentos e a redução do déficit em transações correntes. Esse resultado, influenciado pela redução do saldo comercial e das remessas líquidas de serviços e rendas, deverá ser financiado com ingressos líquidos da conta financeira, com ênfase para os fluxos de IED.

39. Em relação à evolução dos preços, a elevação das taxas de inflação ao consumidor registrada no início de 2009 refletiu os reajustes em tarifas de transporte público, o aumento anual dos custos com educação, e fatores sazonais, evidenciados no desempenho dos preços dos alimentos *in natura*. As reduções projetadas para os preços no atacado de produtos industriais relevantes na cadeia produtiva e o esgotamento do impacto de fatores sazonais deverão impactar favoravelmente, nos próximos, a evolução dos preços ao consumidor, ganhando contornos mais nítidos a expectativa de que a variação anual do IPCA atenda a meta de inflação estabelecida pelo CMN.

#### **E. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o segundo trimestre e para o ano de 2009**

40. A programação dos agregados monetários para o segundo trimestre de 2009 considerou o cenário provável para o comportamento do PIB, da inflação, das taxas de juros e do câmbio e outros indicadores pertinentes, além de ser consistente com o atual regime de política monetária, baseado no sistema de metas para a inflação.

**Quadro 3. Programação monetária para o segundo trimestre e para ano de 2009<sup>1/</sup>**

Discriminação	Segundo Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>
M1 <sup>3/</sup>	178,8-209,9	4,3	212,4-249,3	5,7
Base restrita <sup>3/</sup>	110,7-149,8	-0,6	132,7-179,6	7,2
Base ampliada <sup>4/</sup>	1720,1-2019,3	9,1	1825,2-2142,6	12,2
M4 <sup>4/</sup>	1992,4-2695,6	14,7	2124,8-2874,8	12,8

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Para o cálculo da variação percentual considera-se o ponto médio das previsões.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldo em fim de período.

41. As projeções dos meios de pagamento foram efetuadas com base em modelos econométricos para a demanda por seus componentes. Considerando-se o crescimento esperado do produto, a trajetória esperada para a taxa Selic e a sazonalidade característica daqueles agregados. Em decorrência, a variação em doze meses da média dos saldos diários dos meios de pagamento foi estimada em 4,3% para junho e em 5,7% para dezembro de 2009.



42. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, como variáveis exógenas, além da expansão das operações de crédito do sistema financeiro, a elevação da massa salarial e a antecipação de parcela do décimo terceiro salário concedida a aposentados e pensionistas, bem como as restituições do imposto de renda.

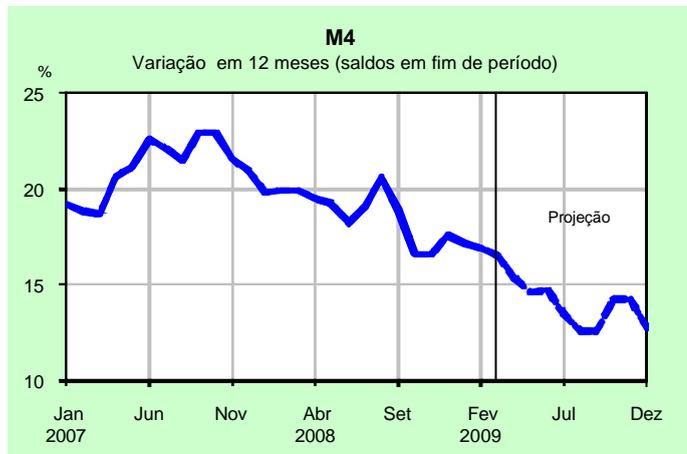
43. Tendo em vista as projeções feitas para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se redução em doze meses para o saldo médio da base monetária de 0,6% em junho e elevação de 7,2% em dezembro de 2009.



44. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em doze meses de 9,1% em junho e 12,2% em dezembro de 2009.



45. Para os meios de pagamento ampliados, as previsões estão baseadas na capitalização de seus componentes e nos fatores condicionantes de seu crescimento primário, que correspondem às operações de crédito do sistema financeiro, aos financiamentos com títulos federais junto ao setor não financeiro e às entradas líquidas de poupança financeira externa. Em decorrência, o crescimento em doze meses esperado para o M4 corresponde a 14,7% em junho e 12,8% em dezembro de 2009.



46. A proporção entre o M4 e o PIB deverá apresentar, em 2009, expansão semelhante à registrada ao longo de 2008, trajetória consistente com o comportamento esperado para as respectivas variáveis.



47. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre janeiro/fevereiro de 2009, bem como os valores previstos para o segundo trimestre e para o ano de 2009.

**Quadro 4. Evolução dos agregados monetários<sup>1/</sup>**

Discriminação	2009		2009 <sup>2/</sup>			
	Janeiro - Fevereiro		Segundo Trimestre <sup>3/</sup>		Ano <sup>3/</sup>	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões <sup>3/</sup>	Var. % em 12 meses
M1 <sup>4/</sup>	198,9	6,2	194,3	4,3	230,8	5,7
Base restrita <sup>4/</sup>	135,9	2,5	130,3	-0,6	156,2	7,2
Base ampliada <sup>5/</sup>	1801,7	8,9	1869,7	9,1	1983,9	12,2
M4 <sup>5/</sup>	2250,1	16,9	2344,0	14,7	2 499,8	12,8

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Ponto médio das previsões.

4/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

5/ Saldos em fim de período.

48. A evolução dos diversos multiplicadores, implícita na programação monetária, é resumida no quadro a seguir:

**Quadro 5. Multiplicador monetário<sup>1/</sup>**

Discriminação	2009		2009 <sup>2/</sup>			
	Janeiro-fevereiro <sup>1/</sup>		Segundo Trimestre		Ano <sup>2/</sup>	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita <sup>3/</sup>	1,464	3,6	1,492	5,0	1,478	-1,3
Res.bancárias / dep.vista <sup>3/</sup>	0,275	-24,2	0,265	-23,6	0,259	-1,5
Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>	0,423	7,9	0,417	4,3	0,426	2,7
M4 / Base ampliada <sup>4/</sup>	1,249	7,4	1,254	5,2	1,260	0,5

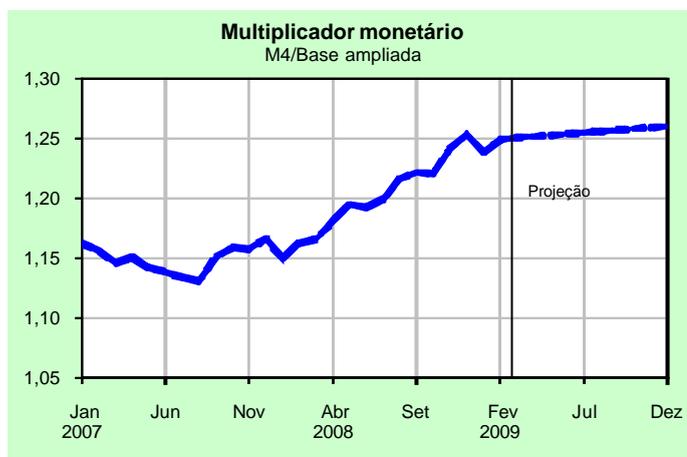
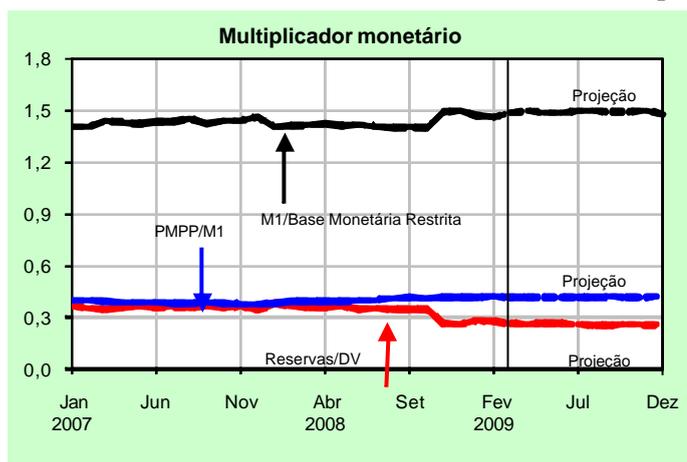
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

49. Os multiplicadores da base monetária restrita e da base monetária ampliada não deverão apresentar tendência pronunciada em qualquer direção ao longo do segundo trimestre e do ano de 2009.



## Resumo das projeções

**Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no quarto trimestre de 2008<sup>1/</sup>**

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 <sup>3/</sup>	191,6-259,3	7,1	218,3	3,7
Base restrita <sup>3/</sup>	136,0-184,1	11,4	145,7	1,5
Base ampliada <sup>4/</sup>	1672,4-1963,2	12,4	1768,3	9,4
M4 <sup>4/</sup>	1867,9-2527,1	16,6	2216,3	17,6

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Para o cálculo das variações percentuais considera-se o ponto médio das previsões.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do último mês do período.

4/ Saldos em fim de período.

**Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o primeiro trimestre de 2009 e ocorridos no período janeiro/fevereiro<sup>1/</sup>**

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 <sup>3/</sup>	187,3-219,8	9,7	198,9	6,2
Base restrita <sup>3/</sup>	116,5-157,6	4,8	135,9	2,5
Base ampliada <sup>4/</sup>	1670,0-1960,4	8,5	1801,7	8,9
M4 <sup>4/</sup>	1946,3-2633,2	17,3	2250,1	16,9

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Para o cálculo das variações percentuais considera-se o ponto médio das previsões.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do último mês do período.

4/ Saldos em fim de período.

**Quadro 3. Programação monetária para o segundo trimestre e para ano de 2009<sup>1/</sup>**

Discriminação	R\$ bilhões			
	Segundo Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>
M1 <sup>3/</sup>	178,8-209,9	4,3	212,4-249,3	5,7
Base restrita <sup>3/</sup>	110,7-149,8	-0,6	132,7-179,6	7,2
Base ampliada <sup>4/</sup>	1720,1-2019,3	9,1	1825,2-2142,6	12,2
M4 <sup>4/</sup>	1992,4-2695,6	14,7	2124,8-2874,8	12,8

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Para o cálculo da variação percentual considera-se o ponto médio das previsões.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

#### Quadro 4. Evolução dos agregados monetários<sup>1/</sup>

Discriminação	2009		2009 <sup>2/</sup>			
	Janeiro - Fevereiro		Segundo Trimestre <sup>3/</sup>		Ano <sup>3/</sup>	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões <sup>3/</sup>	Var. % em 12 meses
M1 <sup>4/</sup>	198,9	6,2	194,3	4,3	230,8	5,7
Base restrita <sup>4/</sup>	135,9	2,5	130,3	-0,6	156,2	7,2
Base ampliada <sup>5/</sup>	1801,7	8,9	1869,7	9,1	1983,9	12,2
M4 <sup>5/</sup>	2250,1	16,9	2344,0	14,7	2 499,8	12,8

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Ponto médio das previsões.

4/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

5/ Saldo em fim de período.

#### Quadro 5. Multiplicador monetário<sup>1/</sup>

Discriminação	2009		2009 <sup>2/</sup>			
	Janeiro-fevereiro <sup>1/</sup>		Segundo Trimestre		Ano <sup>2/</sup>	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita <sup>3/</sup>	1,464	3,6	1,492	5,0	1,478	-1,3
Res.bancárias / dep.vista <sup>3/</sup>	0,275	-24,2	0,265	-23,6	0,259	-1,5
Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>	0,423	7,9	0,417	4,3	0,426	2,7
M4 / Base ampliada <sup>4/</sup>	1,249	7,4	1,254	5,2	1,260	0,5

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldo em fim de período.

## Glossário

**Base monetária:** passivo monetário do Banco Central, também conhecido como emissão primária de moeda. Inclui o total de cédulas e moedas em circulação e os recursos da conta “Reservas Bancárias”. É a principal variável de política monetária, refletindo o resultado líquido de todas as operações ativas e passivas do Banco Central.

**Fatores condicionantes da base monetária:** refere-se às fontes de criação (emissão de moeda pelo Banco Central) ou destruição (recolhimento de moeda pelo Banco Central) de moeda primária (base monetária). Toda operação/intervenção do Banco Central que resulta em entrega de papel-moeda e/ou crédito em contas de “Reservas Bancárias” significa expansão monetária e é apresentada com sinal positivo. Ao contrário, toda operação/intervenção do Banco Central que resulta em recebimento e/ou débito em contas de “Reservas Bancárias” significa contração monetária e é apresentada com sinal negativo. Deve-se ressaltar a diferença entre fabricação e emissão de moeda: a fabricação é um processo fabril de cédulas e moedas e a emissão é um processo econômico que resulta em crescimento da oferta monetária, tanto física (cédulas e moedas) quanto escritural (Reservas Bancárias).

**Base monetária ampliada:** conceito amplo de base monetária foi introduzido no Plano Real com o pressuposto de que agregados mais amplos sejam melhor correlacionados com os preços na economia brasileira, visto que mais perfeitamente captam a substitutibilidade entre a moeda, em seu conceito mais restrito, e os demais ativos financeiros. Inclui, além da base restrita, os principais passivos do Banco Central e do Tesouro Nacional (compulsórios e títulos federais).

**Meios de pagamento:** conceito restrito de moeda (M1). Representa o volume de recursos prontamente disponíveis para o pagamento de bens e serviços. Inclui o papel-moeda em poder do público, isto é, as cédulas e moedas metálicas detidas pelos indivíduos e empresas não financeiras e, ainda, os seus depósitos à vista efetivamente movimentáveis por cheques. Com a redução da inflação, a partir da introdução do real, ocorreu forte crescimento dos meios de pagamento no conceito restrito, processo esse conhecido como remonetização, resultante da recuperação da credibilidade da moeda nacional.

**Meios de pagamento ampliados:** inclui moeda legal e quase-moeda, correspondendo aos instrumentos de elevada liquidez, em sentido amplo. O M2 corresponde ao M1 mais as emissões de alta liquidez realizadas primariamente no mercado interno por instituições depositárias – as que realizam multiplicação de crédito. O M3 é composto pelo M2 e as captações internas por intermédio dos fundos de renda fixa e das carteiras de títulos públicos federais registrados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic). O M4 agrega o M3 e a carteira livre de títulos públicos do setor não financeiro.

**Depósitos compulsórios de instituições financeiras:** refere-se aos valores recolhidos ao Banco Central e/ou mantidos pelas instituições na forma de encaixe para fins de cumprimento das diversas normas prudenciais e de controle monetário, estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional. Os recolhimentos “em espécie” correspondem aos valores que foram transferidos das contas “Reservas Bancárias” para outras contas de depósitos no Banco Central e que têm movimentação limitada aos períodos regulamentares, geralmente semanais, mediante demonstrativo de evolução da base de cálculo. Estes recolhimentos podem ser remunerados ou não. Os recolhimentos “em títulos” correspondem aos valores dos títulos públicos federais que foram vinculados no Selic, e que ficaram indisponíveis para negociações enquanto mantida a vinculação. Os recolhimentos “em títulos” são considerados remunerados em função da rentabilidade implícita no valor atualizado do título, não recebendo qualquer remuneração adicional por parte do Banco Central.